



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Presentazione del libro

Dal sesterzio al Bitcoin. Vecchie e nuove dimensioni del denaro

Intervento di L. Federico Signorini
Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Milano, 17 febbraio 2020

Ringrazio per l'invito a partecipare a questa presentazione. Coglierò alcuni spunti del libro per qualche divagazione in tema monetario, senza provarmi a discutere tutti gli argomenti che vi sono contenuti. Comincerò dal saggio di Eicholz sull'iperinflazione tedesca, un argomento che sento personalmente vicino per motivi che dirò tra un attimo.

1. La tragedia dell'iperinflazione

I guasti dell'inflazione sono noti¹. L'inflazione distorce i prezzi relativi, rendendo inefficienti le scelte dei consumatori. L'inflazione complica le scelte di risparmio, perché a molte persone riesce difficile calcolare un tasso di interesse reale. L'inflazione redistribuisce in maniera arbitraria redditi e ricchezze. L'inflazione avvantaggia i *price-makers*, che hanno un potere di mercato, a svantaggio dei *price-takers*, di solito gli individui deboli della società. L'inflazione aumenta i premi al rischio dei tassi di interesse, rendendo più costosi gli investimenti.

Si potrebbe dire che l'iperinflazione produce i medesimi effetti in misura esasperata, e sarebbe vero; ma si mancherebbe il segno. Oltre un certo limite, l'inflazione ha conseguenze di un altro ordine. Mina il funzionamento del sistema sociale, prima ancora che gli scambi economici. Causa sofferenze umane dalle conseguenze a volte incalcolabili. Le vicende della Germania nei primi anni Venti del secolo scorso ne portano vivida testimonianza; il saggio di Eicholz lo argomenta in modo convincente.

Non c'è bisogno qui di ripercorrere i numeri dell'iperinflazione tedesca. Basterà ricordare che alla metà di novembre del 1923, quando si riuscì a imporre una stabilizzazione istantanea, il vecchio marco venne cambiato col nuovo "*Rentenmark*" nel rapporto di mille miliardi a uno. I prezzi crescevano di giorno in giorno, negli ultimi giorni letteralmente di ora in ora; il prezzo di copertina di un quotidiano che mi è capitato di consultare anni fa alla fine era diverso fra l'edizione del mattino e quella della sera.

¹ Anche se in questo momento in gran parte del mondo sviluppato la preoccupazione, come si sa, è quella opposta.

Il marco aveva perso non solo la funzione di riserva di valore, ma anche quella di unità di conto, per la quale si ricorreva (per quanto possibile) a un fittizio “marco oro”, di fatto ancorato al dollaro. Tuttavia funzionava ancora come mezzo di scambio, seppure in forme paradossali, fonte di innumerevoli aneddoti tragicomici. Sono famose le foto che ritraggono cittadini tedeschi che trasportano con grosse carriole o dentro a valigie gonfie i marchi necessari per piccoli consumi. Con crudele ironia insulare, nel 1923 all’ambasciata inglese a Berlino qualcuno calcolò che per comprare una sterlina occorreavano tanti marchi quante sono le iarde tra la Terra e il Sole².

Non bisogna dimenticare che dietro questi aneddoti che oggi paiono quasi divertenti³ ci fu l’immensa difficoltà, per decine di milioni di persone comuni, di prendere decisioni economicamente sensate, giorno per giorno e più ancora a lungo termine. Persino facendo la spesa al mercato era quasi impossibile capire se l’insalata era regalata o venduta a prezzo di rapina; figuriamoci come si poteva valutare il prezzo di una casa o di una fabbrica artigiana. Ma c’era ben altro: l’azzeramento del valore *economico* del risparmio di molti; la crisi dei valori *etici* che costituivano la trama e l’ordito dell’intero tessuto sociale.

Qui entra il ricordo personale. Il mio nonno materno era tedesco; si affacciò alla vita adulta negli anni dell’iperinflazione e ne portò per la vita la memoria profonda. Ne parlava: delle valige di denaro, della corsa ai *Sachwerte*, alle cose dotate di valore tangibile. Ora che ci penso, uno dei motivi per cui venne e poi si stabilì definitivamente in Italia forse fu quello; le date potrebbero coincidere⁴. Conservava per ricordo un francobollo da un miliardo di marchi.

In Germania allora non si poteva più contare su nulla né fare piani di alcun genere, se non di tipo super-opportunistico e/o criminale. Il trauma della guerra (il sangue, l’umiliazione, i patimenti inflitti e subiti) e quello dell’iperinflazione (l’impossibilità di esercitare le tradizionali virtù tedesche, quelle che a ogni bambino venivano inculcate: pazienza, perseveranza, lungimiranza, fedeltà ai patti, risparmio), furono sconvolgimenti tellurici del massimo grado: fecero crollare l’impalcatura psicologica e culturale della società. Senza contare che in un paio d’anni milioni di persone persero tutto, tutti i risparmi accumulati nell’arco di una vita nell’esercizio delle predette virtù. L’iperinflazione distrusse i nessi profondi tra *Gemeinschaft* (comunità), *Wirtschaft* (economia) e *Gesellschaft* (società); abolì il ruolo della moneta nel far convivere in una società individui che vogliono vivere e prosperare perseguendo i propri valori.

² A. Fergusson, *Quando la moneta muore. Le conseguenze sociali dell’iperinflazione nella Repubblica di Weimar*, Neri Pozza, 2011 (edizione originale del 1975). Non sappiamo valutare l’esattezza di questo calcolo, che comunque non avrebbe potuto valere che per un giorno solo. – Oltre a Fergusson e al libro di F. Taylor, *The Downfall of Money*, discusso nel saggio di Eicholz, per un esame approfondito delle cause e delle conseguenze dell’inflazione si veda C.-L. Holtfrerich, *L’inflazione tedesca, 1914-1923*, Cariplo-Laterza, 1989 (edizione originale tedesca 1980). – I riferimenti classici, ancora insostituibili, sono rappresentati da Costantino Bresciani-Turroni (*Le vicende del marco tedesco*, Milano, Univ. Bocconi, 1931; tradotto e ampliato col titolo *The Economics of Inflation*, Londra, Allen & Unwin, 1937) e Hjalmar Schacht (*Die Stabilisierung der Mark*, Stuttgart, Deutsche Verlags-Anstalt, 1927; *The stabilisation of the mark*, Londra, Allen & Unwin, 1927).

³ Non tutti, naturalmente. Eicholz ne riporta anche di puramente tragici.

⁴ Scappare dalla Germania all’Italia alla ricerca di un minimo di stabilità monetaria: se oggi l’idea può parere insolita, allora sarebbe stata del tutto naturale. Innumerevoli storie come la sua aiutano a capire l’avversione viscerale per l’inflazione che contraddistingue il dibattito politico-economico in Germania da allora fino ai giorni nostri.



Banconota da un miliardo di marchi, ricavata (presumibilmente nell'autunno del 1923) sovrastampando una banconota da mille marchi risalente solo a qualche mese prima. Una delle conseguenze dell'iperinflazione fu la pressione operativa sempre più drammatica sulla produzione fisica delle banconote: per stampare i quantitativi richiesti, la Reichsbank alla fine dovette abbandonare ogni minimo presidio di sicurezza. Un paradiso per i falsari; se non fosse che l'aspetto e la denominazione delle banconote cambiavano a un ritmo tale che, una volta che il falsario si fosse attrezzato per produrre una banconota nuova, il suo valore facciale probabilmente sarebbe già diventato inferiore a quello intrinseco della carta straccia.

Mio nonno, forse, reagì cercando una nuova vita: abbandonando la piccola regione dove i suoi avevano vissuto da generazioni immemorabili (l'Erzgebirge, in Sassonia), e il mestiere dei suoi padri (*Schlosser*, fabbri artigiani specializzati); anche se mantenne forti legami affettivi e culturali con la patria, che non si sono del tutto spenti neppure dopo altre tre generazioni. La società, che aveva perso la bussola, reagì consegnandosi alla fine al nazismo.

Concordo con Eicholz: chi non capisce il nesso tra iperinflazione e nazismo, o è cieco, o non ha mai avuto niente a che fare con gente che ha vissuto quel periodo⁵.

2. L'illusione metallista

L'iperinflazione tutto sommato è rara, ma l'inflazione immoderata è abbastanza frequente, anche oggi. Non si può sfuggire alla questione di fondo, che lega tra loro parecchi saggi del libro: se il sovrano si arroga il monopolio del segno monetario, presto o tardi cederà alla tentazione di abusarne, imponendo ai cittadini una tassa occulta,

⁵ Certo non si vuol dire con questo che non ci furono altri potenti fattori, anche di natura economica (le irragionevoli riparazioni richieste dalle potenze vincitrici, esse stesse una concausa dell'inflazione; la disoccupazione di massa degli anni Trenta); ma resto convinto che un'analisi puramente economica non riuscirebbe a cogliere in pieno l'effetto devastante dell'iperinflazione sulla società.

ingiusta e inefficiente. Come si fa a evitarlo? Come si fa a evitare di lasciare la moneta interamente nelle sue mani poco fidate?

Per secoli, o meglio millenni, la risposta è stata cercata nell'ancoraggio a un metallo nobile, oro e/o argento. Anzi, il concetto del metallo prezioso come mezzo monetario precede la coniazione⁶; quest'ultima, idealmente, non è che il mezzo col quale il sovrano si fa garante del valore intrinseco, dispensando chi usa la moneta coniata dal pesare e saggiare il metallo. Una certa nostalgia per l'oro mi pare che pervada alcuni dei capitoli del libro che oggi discutiamo⁷. Guardiamo allora un po' indietro.

L'idea che il modo più sicuro per garantire la stabilità del valore della moneta sia legarla indissolubilmente a un bene dotato di valore intrinseco ha qualcosa di intuitivamente attraente; l'oro poi, direbbe il mio ex collega Salvatore Rossi⁸, possiede per motivi non solo razionali un fascino potente. Ma anche lasciando da parte ogni suggestione mistica, il *bullion* è stato il fondamento della teoria monetaria almeno fino al principio del secolo scorso. La quantità di oro determinava i prezzi; i movimenti dell'oro tra stati riequilibravano la bilancia commerciale. La moneta cartacea non si giustificava che come segno dell'oro. Quando la moneta cartacea cominciò a prendere il sopravvento nelle transazioni, ogni volta che il sistema si allontanava dalla parità aurea, la circostanza era vista come un'eresia e una iattura, giustificabile solo in circostanze eccezionali; l'obiettivo era riconquistarla al più presto. Non lo predicavano solo gli economisti monetari: era, almeno in teoria, un principio politico generalmente accettato.

Il *gold standard*, osservano i metallisti, coincise con la prima globalizzazione e un periodo di forte crescita negli anni che precedettero la prima guerra mondiale. Qualcosa di simile accadde con il *gold exchange standard* negli anni successivi alla seconda.

Pochi economisti contesterebbero l'idea che stabilità monetaria, globalizzazione e crescita si rafforzino a vicenda (anche se l'idea di una causalità meccanica e di una univoca direzionalità è assai meno ovvia). Tuttavia, i nostalgici dell'oro devono fare fronte ad almeno due obiezioni fondamentali.

La prima obiezione è teorica, e in effetti banale. La teoria metallica si concilia bene con un'economia statica. Se l'economia cresce, se gli scambi si moltiplicano, anche assumendo la più semplicistica delle teorie quantitative, quale meccanismo assicura che l'offerta di metallo prezioso terrà il passo con le esigenze della circolazione monetaria? che si estrarrà dalle viscere della terra esattamente tutto e solo l'oro (o argento) che serve per ripristinare un rapporto stabile tra quantità di moneta metallica e valore degli scambi?⁹

⁶ Lo ricordano Miglietta e Mingardi nella prefazione al volume.

⁷ Direttamente, o per il tramite del *free banking* storico, inconcepibile senza l'ancoraggio metallico.

⁸ Salvatore Rossi, *Oro*. Il Mulino, 2018.

⁹ Tutto questo senza neppure considerare il fatto che il prezzo relativo dell'oro (o dell'argento) in quanto *commodity* può ben variare anche per motivi diversi dalla pura e semplice scarsità fisica rispetto alle transazioni monetarie. E tuttavia chi argomenta che il pregio del metallo come fondamento del sistema monetario consiste nella sua utilità intrinseca non dovrebbe trascurare neppure questo fatto, a pena di contraddirsi.

La risposta è: in pratica nessuno¹⁰.

La riforma monetaria di Carlo Magno (792-94), come è noto, fu per molti secoli il modello di riferimento del sistema monetario europeo. Basato sull'argento, esso contemplava la lira (o libbra d'argento), il soldo e il denaro, in rapporti precisi. Di fatto il denaro d'argento era l'unica moneta coniata; lira e soldo esistevano solo come unità di conto, come moneta immaginaria¹¹. Pochi decenni dopo la sua introduzione, il denaro d'argento cominciò a essere svilito, ossia coniato con un contenuto ridotto di metallo prezioso. Lo svilimento fu certo legato all'ingordigia dei sovrani, allo sfruttamento del "signoraggio" (da qui viene il nome), al finanziamento dissennato di spese folli e guerre inutili. Ma, osserva Carlo Mario Cipolla, in Europa l'offerta di argento era spesso insufficiente a soddisfare la domanda crescente di moneta. In molti casi, egli sostiene, lo svilimento del denaro permise all'Italia di evitare che l'inelasticità dell'offerta di argento esercitasse conseguenze deflazionistiche in grado di frenare lo sviluppo economico iniziato nel XII secolo¹². Un caso notevole di eterogenesi dei fini! Sia o no esatta l'analisi in tutti i suoi dettagli, l'esempio illustra il punto generale.

Un *trade-off* ha sempre caratterizzato le vicende della moneta. Da una parte essa doveva essere scarsa e di buona qualità, per tenere a bada le tentazioni del sovrano, essere generalmente accettata ed evitare inflazioni catastrofiche. Dall'altra essa doveva essere abbondante, per assicurare il buon funzionamento dei pagamenti e consentire la crescita economica, senza derive deflazionistiche¹³. Storicamente la gestione del *trade-off* è diventata più complicata con il diffondersi delle banconote, che hanno permesso di emancipare in parte l'economia dall'endemica (e progressiva) carenza di metalli pregiati, ma hanno aumentato i rischi che il sovrano abusasse del potere di stampare moneta.

Non è certo questo il luogo per ripercorrere criticamente la storia del *gold standard*; valgano due sole osservazioni¹⁴. Uno: il regime funzionò in pratica in modo molto diverso dalla teoria. La copertura aurea della moneta cartacea, per esempio, era frazionaria; i movimenti fisici dell'oro non ebbero alcun concreto rilievo come meccanismo automatico

¹⁰ È vero: una scarsità d'oro ne determinerebbe un aumento del prezzo, quindi la convenienza a estrarre il metallo in miniere marginali; e viceversa. Questa idea teorica sembra però avere scarso rilievo pratico; e comunque prescinde da ogni shock tecnologico, come la scoperta dell'America o l'invenzione di nuovi strumenti di estrazione. Basti considerare l'inflazione dei prezzi aurei ("rivoluzione dei prezzi") in coincidenza con il flusso di oro verso la Spagna dalle colonie americane nei secoli XVI-XVII; o, nei secoli XVIII-XIX, le difficoltà incontrate dai sistemi bimetallici, dove ogni disallineamento dei prezzi relativi dell'oro e dell'argento dalla parità ufficiale avrebbe dovuto innescare un simile meccanismo di arbitraggio, mentre di regola tendeva piuttosto a provocare la sparizione dalla circolazione del metallo ufficialmente sottovalutato, e, in un modo o nell'altro, la crisi del bimetallismo.

¹¹ L. Einaudi, "Teoria della moneta immaginaria da Carlo Magno alla Rivoluzione francese", *Rivista di Storia Economica*, I, 1, 1-35 (1936).

¹² Sul deprezzamento delle monete nel lungo periodo si vedano C.M. Cipolla, *Le avventure della lira*, il Mulino, 1975; C. M. Cipolla, "Currency depreciation in medieval Europe", *Economic History Review*, 15, 3, 413-422 (1963). K.K. Karaman, S. Pamuk e S. Yilirim-Karaman (2019), "Money and Monetary Stability in Europe, 1300-1914", *Journal of Monetary Economics*, in corso di pubblicazione.

¹³ Si vedano C. Giannini, *L'età delle banche centrali*, Il Mulino, 2004; R. De Bonis e M. I. Vangelisti, *Moneta. Dai buoi di Omero ai Bitcoin*, Il Mulino, 2019. – Colgo l'occasione per riconoscermi debitore a Riccardo De Bonis per avermi generosamente fornito suggerimenti, esempi e citazioni nella preparazione di quest'intervento.

¹⁴ Per uno sviluppo di alcuni di questi argomenti mi permetto di rinviare al mio intervento "Il banchiere centrale fra regole e discrezionalità: da Bonaldo Stringher ai giorni nostri", www.bancaditalia.it.

di riequilibrio, funzione che fu svolta per lo più dalla manovra dei saggi dell'interesse; la discrezionalità delle banche centrali, seppure in forme ed entro limiti diversi da quelli di oggi, ebbe un ruolo non marginale nel temperare la rigidità intrinseca del sistema aureo. Due: se la sospensione del *gold standard* si può attribuire allo shock esogeno della prima guerra mondiale, il fallimento del tentativo di ripristinarlo tra le due guerre mondiali fu dovuto di più alle difficoltà intrinseche del sistema (e rappresentò, secondo i più, uno dei fattori che scatenarono o aggravarono la Grande Depressione¹⁵). Anche la fine del *gold exchange standard*, con la sospensione della convertibilità del dollaro in oro nel 1971, fu sostanzialmente determinata da debolezze endogene (il cosiddetto "dilemma di Triffin")¹⁶, benché la sua fondamentale rigidità fosse assai attenuata nel sistema di Bretton Woods rispetto al *gold standard* puro.

La seconda obiezione di cui i nostalgici dell'oro (se esistono) devono tenere conto è pratica. Anche ai tempi in cui non si concepiva altra moneta che quella metallica, il sovrano all'occorrenza aveva ben poche remore ad abusare della propria posizione e svilire la moneta.

Abbiamo già parlato del sistema carolingio, ma si può agevolmente tornare più indietro. In epoca romana, nel primo secolo dopo Cristo, la circolazione era basata sul denario d'argento e sull'aureo. Dal II secolo, per finanziare l'incremento continuo delle spese militari, le monete coniate aumentarono, dando luogo a una diminuzione della finezza e della quantità di argento contenuto nel denario. Lo svilimento si accentuò sul finire del II secolo, quando la moneta divenne sostanzialmente di rame. Tra la fine del III e l'inizio del IV secolo Aureliano dapprima e Diocleziano poi introdussero successive riforme monetarie che non arrestarono il degrado; Diocleziano provò a contrastare l'inflazione stabilendo i prezzi per decreto, con un *Edictum de pretiis rerum venalium*, un tariffario generale dell'impero (di cui son rimaste varie copie più o meno frammentarie), che comminava gravissime pene per ogni trasgressione, e che fece la fine di ogni simile tentativo prima e dopo di lui.

In un sistema basato sul valore intrinseco, il sovrano non può inondare lo stato di carta moneta, ma può ridurre, anche in misura estrema, il contenuto prezioso delle monete metalliche. La storia della coniazione europea è piena di episodi del genere, nonché delle proteste in merito di moralisti¹⁷ e teorici ante litteram della moneta come Nicola d'Oresme e Juan de Mariana e (apprendiamo) Copernico¹⁸. Eccovi un brano di

¹⁵ B. Eichengreen, *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression*, O.U.P., 1995.

¹⁶ R. Triffin, *Gold and the Dollar Crisis: The future of convertibility*, Yale University Press, 1960. – Sul *gold standard* non si può non citare Keynes che, come si sa, individuò alcuni difetti intrinseci del regime aureo fin dal *Monetary tract* del 1923 e nel dopoguerra si batté per un sistema basato su una valuta di riserva internazionale; nel sistema di Bretton Woods quest'ultimo ebbe, al più, un'attuazione parziale.

¹⁷ Tra i quali va compreso Dante, che nell'*Inferno* incontra vari "falsari di metalli", in particolare Mastro Adamo, furioso con i Conti Guidi di Romena che l'avevan fatto dannare perché "ei m'indussero a battere i fiorini / ch'avevan tre carati di mondiglia". "Tre carati di mondiglia" vale un tenore di fino pari a 875/1000, un valore che potrebbe sembrare tutto sommato rispettabile; ma il pregio del fiorino, e il fondamento del suo ruolo internazionale, era precisamente quello di essere oro puro.

¹⁸ Si veda il saggio di Chafuen.

Mariana¹⁹, tratto dal suo trattato *La moneda de vellón*, ossia appunto “La moneta di metallo svilito”, nel quale egli elenca i danni provocati dalla coniazione opportunistica sotto vari re di Spagna del XIII secolo:

El tercer daño sin reparo es que las mercadurias se encarecerán todas en breve en la misma proporción que la moneda se baja. No decimos aquí sueños, sino lo que ha pasado en estos reinos todas las veces que se ha acudido a este arbitrio. En la *Crónica* del rey don Alonso el Sabio, cap 1º, se dice que al principio de su reinado en lugar de los pepiones, moneda de buena ley que antes corría, hizo labrar otra de baja ley, que llamaban burgaleses, noventa de los cuales hacían un maravedí, y que por esta mudanza se encarecieron las cosas... Avisando de este daño, puso tasa en todo lo que se vendía, remedio que empeoró la llaga y no se pudo llevar adelante, porque nadie quería vender y fue fuerza alzar la tasa y el coto, y aún se entiende que la principal causa por que los ricos hombres se armaron contra él y por este medio su hijo don Sancho se le alzó con el reino fue el odio que resultó de la mudanza de esta moneda.

Il terzo danno senza rimedio è che le mercanzie rincareranno tutte in breve nella medesima proporzione che la moneta si svisciva. Non parliamo di fantasie, ma di quello che è successo in queste terre tutte le volte che si è ricorsi a un simile arbitrio. Nella Cronaca del re Alfonso [X] il Saggio, capitolo 1º, si dice che al principio del suo regno in luogo dei pepiones, moneta di buona lega che correva in precedenza, ne fece coniare un'altra di bassa lega, che chiamavano i burgaleses, di cui ne occorreivano novanta [anziché quindici] per fare un maravedí, e che per questo motivo le cose rincararono... Resosi conto di questo inconveniente, impose una tassa su tutto quello che si vendeva, rimedio che fu peggiore del male, del quale egli non giunse a sbarazzarsi, perché nessuno era disposto a vendere e fu gioco forza abolire la tassa e il relativo mandato, e con tutto questo si ritiene che la causa principale per cui le classi agiate si rivoltarono contro di lui e per questa via suo figlio don Sancho gli si ribellò fu l'odio che derivò dalla mutazione della moneta²⁰.

Chi dicesse che lo svilimento della moneta metallica non rappresenta un'applicazione del principio metallista ma la sua negazione direbbe il vero, ma non coglierebbe il punto. Anche l'abuso dell'emissione di moneta cartacea da parte di un governo senza scrupoli nega tutti i più sani principi dell'economia e della politica monetaria contemporanea basata sulla *fiat money*. Il punto da cogliere è che, quale che sia l'ancoraggio teorico del sistema, la prevenzione dell'abuso sovrano comunque richiede leggi e istituzioni che lo frenino; richiede l'esistenza di un sistema di *rule of law* che limiti i poteri del governo.

La moneta è in ultima analisi un costrutto sociale. Un sistema monetario basato sul metallismo ha difetti intrinseci che non sono compensati da una impossibilità intrinseca di aggirarne le regole. L'indipendenza costituzionale delle banche centrali pare a me un

¹⁹ Gesuita, teologo, storico, teorico politico, J. de Mariana è una delle figure più notevoli del Siglo de Oro (!) spagnolo. I suoi scritti in materia costituzionale, sorprendentemente moderni e “liberali”, gli fruttarono fama e infamia; la seconda soprattutto quando la sua teoria della liceità del tirannicidio fu indicata, a torto, come ispiratrice dell'assassinio di Enrico IV, cui seguì in Francia una violenta reazione antigesuitica.

²⁰ J. de Mariana, *La moneda de vellón*, Leipzig, Amazon, 2012 (ed. orig. 1609), pp. 54-55; nostra traduzione.

ritrovato tecnico tutto sommato più efficace, per quanto imperfetti e fallibili possano essere coloro che le dirigono²¹.



Monetazione aurea precedente alla Prima guerra mondiale. A sinistra 100 lire italiane (Umberto I) del 1888; a destra 100 franchi della Repubblica francese del 1912. Nell'ambito dell'Unione monetaria latina, la monetazione era uniforme per peso e titolo; una lira, in teoria, si poteva scambiare alla pari con un franco francese, un franco belga etc. Di fatto le cose non furono mai così semplici, sia perché il sistema, nominalmente bimetallico, non riusciva ad aggiustarsi alle fluttuazioni del prezzo relativo di oro e argento, sia perché l'Italia stabilì in un paio di occasioni il corso forzoso, con il risultato che la moneta aurea sparì dall'effettiva circolazione. Con un peso di 32,25 grammi e un titolo di 900/1000, queste monete oggi hanno un valore metallico intrinseco (senza considerare l'eventuale valore numismatico) di circa 1300-1400 euro.



Fiorino d'oro o "zecchino" (Leopoldo II, 1829). Il fiorino d'oro continuò a essere coniato per circa sei secoli a partire dal 1252, prima dalla repubblica fiorentina, poi dal ducato, infine dal Granducato di Toscana. Peso (circa 3,5 grammi), titolo (1000/1000) e forma (giglio sul recto, S. Giovanni Battista sul verso) rimasero pressoché identici nel tempo. Il valore intrinseco oggi è dell'ordine dei 150-160 euro.

3. Dalla banconota alla moneta elettronica: una moneta elettronica di banca centrale per tutti?

Dopo esserci guardati un po' indietro, guardiamo avanti. La moneta di metallo prezioso ha lasciato il posto alle banconote. Ma queste sono ormai sostituite dalla moneta bancaria, "scritturale", oggi gestita e movimentata per lo più in forma elettronica.

Nel corso del Novecento la moneta bancaria ha gradualmente preso il posto di quella emessa dalla banca centrale. La moneta moderna, specie in Europa, è in gran parte moneta privata. Secondo i dati del *Red Book* della Banca dei regolamenti internazionali, nel 2018 banconote e monete nell'area dell'euro rappresentavano solo il 15 per cento

²¹ Altra questione è quella se di questi tempi alla politica monetaria non si stia chiedendo troppo, in assenza delle riforme strutturali che sole possono incidere su produttività e sviluppo: a questa domanda tutti i maggiori banchieri centrali del mondo oggi risponderebbero affermativamente. – Non commentiamo qui alcuni tra i saggi compresi nel libro che trattano dell'indipendenza delle banche centrali, sia perché il discorso ci porterebbe troppo lontano, sia perché le relative argomentazioni, forse anche a causa di una traduzione non ideale, non ci riescono tutte agevoli da seguire.

dell'aggregato monetario M1 ristretto (che include gli strumenti più direttamente usati nelle transazioni, tra cui i depositi in conto corrente)²². Banconote e monete sono il 2 per cento della moneta M1 in Svezia, il 4 per cento nel Regno Unito, il 9 per cento in Canada, il 10 per cento in Australia. Il valore è più elevato in altri paesi extraeuropei, tra cui gli Stati Uniti (45 per cento); supera il 50 per cento solo in Argentina, Brasile, India, e Indonesia.

Il successo della moneta bancaria è stato dovuto alla maggiore sicurezza e facilità con cui può essere usata per effettuare pagamenti rispetto al contante. Tutti oggi usiamo "moneta elettronica": bonifici da casa, carte di credito in taxi, in negozio o per fare acquisti su internet, app degli smartphone. In alcuni paesi nordici dell'Europa il denaro contante sembra vicino a sparire²³.

Può sonare strano che la gente non usi quasi più, direttamente almeno, la moneta della banca centrale, e ci si è cominciati a domandare se non sarebbe opportuno che la banca centrale offrisse essa stessa moneta elettronica per i pagamenti al dettaglio.

La proposta di *central bank digital currency* (CBDC) è in parte anche la reazione al moltiplicarsi di iniziative di strumenti di pagamento elettronici che minacciano di prendere il posto di quelli basati sul circuito finanziario tradizionale.

Non si tratta tanto di Bitcoin (con buona pace di un paio di capitoli e dello stesso titolo del libro). Bitcoin non ha finora svolto alcun ruolo di rilievo nelle transazioni commerciali. È servito per un breve periodo come illusione speculativa. L'alto costo energetico, la limitata scalabilità, la scarsa trasparenza della struttura di *governance* ne hanno impedito l'accettazione su larga scala come strumento per le transazioni²⁴. Lo stesso meccanismo intrinseco di limitazione asintotica delle quantità, quello che ne avrebbe dovuto fare un "oro digitale"²⁵, lungi da garantire la stabilità del valore di Bitcoin, è servito a innescare e rafforzare quei movimenti puramente speculativi che hanno determinato l'estrema volatilità delle quotazioni di Bitcoin e quindi l'impossibilità di usarlo efficacemente nelle transazioni. Se Bitcoin, o qualcosa di simile, sarà un giorno in grado di superare questi problemi non abbiamo idea.

Negli ultimi tempi la sfida è sembrata provenire semmai dalle cosiddette *stablecoins*, tra le quali l'anno scorso ha catturato molta attenzione il progetto "Libra" avanzato da Facebook. Una *stablecoin*, a differenza di Bitcoin o altre crypto-valute, è concettualmente coperta da attività investite in portafogli a breve termine, costituiti da depositi e titoli in

²² In Italia, secondo i sondaggi disponibili, l'uso del contante è più frequente della media europea; dati precisi sul rapporto tra circolante e PIL non sono però disponibili per i singoli stati dell'area.

²³ La prevalenza dei depositi sul circolante permane oggi, anche se negli ultimi anni il rapporto tra la somma di banconote e monete e il PIL è cresciuto nella gran parte dei paesi (la principale eccezione è stata la Svezia). Questo fenomeno è sicuramente legato al prevalere di tassi bassi o negativi: l'azzeramento della remunerazione dei depositi e la minore redditività nominale degli investimenti alternativi hanno ridotto il costo-opportunità di detenere contante. Vi può aver contribuito anche un generale senso di incertezza in seguito alla crisi finanziaria globale.

²⁴ Lo riconosce del resto lo stesso saggio di Ametrano, che per sostituire la moneta transazionale ora propone non più Bitcoin ma qualcosa di diverso seppure connesso, i cui complessi dettagli non ci sentiamo qui di valutare.

²⁵ Quindi con una rigidità di offerta simile a quella già commentata a proposito del sistema metallico: anzi ancora più inderogabile, come Avetrano in effetti chiarisce.

una o più valute. L'ecosistema, come lo si definisce, di una *stablecoin* combina elementi di varie istituzioni finanziarie, tra cui istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica e fondi comuni monetari.²⁶ La copertura finanziaria dell'emissione, nonché la dichiarata disponibilità dei promotori a lavorare all'interno della cornice regolamentare esistente, sono intesi a rafforzare la fiducia nel fatto che la *stablecoin* manterrà il proprio valore e la propria effettiva spendibilità pratica.

Il vantaggio di una *stablecoin* rispetto a istituti più tradizionali di pagamento può consistere nel legame con una rete estesa (come Facebook nel caso di Libra), che assicura una copertura globale e una base di partenza fatta di miliardi di utenti. Il relativo *business case* è rafforzato da almeno altri due elementi: il costo e la lentezza degli attuali pagamenti internazionali, che lasciano ampio spazio di mercato a chi sia in grado di renderli più efficienti²⁷; e la potenziale domanda di moneta stabile da parte dei cittadini di paesi caratterizzati da forte inflazione e/o instabilità.

Nell'ambito del G7 il settore ufficiale ha reagito con molta circospezione all'idea delle *stablecoins*, mettendone in evidenza, accanto ai potenziali benefici, anche tutti i rischi finanziari, operativi, legali²⁸; di fatto per ora non si sono concretizzate né Libra, né altre *stablecoins* globali.

La "privatizzazione" della moneta è temuta da molti. A noi questo non sembra in sé un timore giustificato: come abbiamo visto, in molti paesi il grosso della moneta è già privato (bancario). Si tratta dunque di valutare i rischi, e di regolamentare e controllare di conseguenza, non necessariamente di proibire. Alcuni dei rischi legati alle *stablecoins* non sembrano di natura fondamentalmente diversa da quelli in cui incorrono categorie già consolidate di intermediari caratterizzati da passività di natura monetaria. Delle interazioni con la politica monetaria – rilevanti soprattutto nel caso in cui il valore di una *stablecoin* globale di largo uso fosse garantito da un portafoglio diversificato di titoli emessi in più valute – dovrebbe essere possibile tenere conto con regole e limitazioni appropriate.

Sia come sia, la prospettiva delle *stablecoins* ha dato a molti l'idea che debba esistere un'alternativa di moneta elettronica offerta direttamente dalle banche centrali, e può essere vista come uno dei motivi che stanno inducendo le banche centrali a riflettervi seriamente.

Vi sono anche altri motivi. L'uso eccessivo del contante, specie di banconote di grosso taglio, desta a volte preoccupazione per il potenziale nesso con evasione fiscale e riciclaggio; alcuni paesi, come il nostro, limitano l'uso del contante consentendolo solo per pagamenti inferiori a un certo ammontare. Kenneth Rogoff, che delle critiche al contante ha fatto una crociata, ha aggiunto l'argomento che se si abolisse il contante

²⁶ Cfr., tra gli altri: N. Bilotta e F. Botti, "Libra and the Others. The Future of Digital Money", Istituto Affari Internazionali, paper 19/22, novembre 2019; N. Bilotta e S. Romano (a cura di), *The rise of tech giants. A game changer in global finance and politics*, Peter Lang, 2019.

²⁷ In questo l'area dell'euro, con il sistema ormai consolidato dei bonifici SEPA, costituisce un'eccezione.

²⁸ Si veda G7 Working Group on Stablecoins, "Investigating the impact of global stablecoins", ottobre 2019. Si ha qualche segnale che in Cina le autorità stiano invece tentando di coinvolgere gli operatori potenzialmente interessati in iniziative cooperative in questo campo, da realizzare insieme anche al sistema finanziario tradizionale.

la banca centrale si libererebbe dal limite inferiore ai tassi di interesse, potendo imporre tassi negativi, piaccia o no, su ogni forma di moneta²⁹.

La riflessione è dunque in corso, ma non sappiamo come si concluderà: la CBDC presenta in realtà vari aspetti critici. Ne menzionerò, oltre al dubbio sollevato nella nota precedente, altri due.

Primo: l'anonimità garantita dal contante ha due facce purtroppo difficilmente scindibili: protegge la legittima privacy delle persone, e facilita l'esecuzione di transazioni contrarie alla legge. Se in molti paesi si è disposti ad accettare qualche forma di limitazione ai pagamenti in contante per ostacolare comportamenti patologici, la scomparsa totale della privacy fisiologica nei pagamenti tramite l'abolizione del contante potrebbe incontrare maggiori resistenze³⁰. D'altra parte, proteggere la privacy della "banconota elettronica" esentando la moneta elettronica di banca centrale dalle regole di identificazione e prevenzione dei reati a cui sono sottoposti i conti correnti bancari sembra arduo per ragioni sia pratiche, sia di principio.

Secondo: la possibilità di aprire conti correnti privati presso la banca centrale accrescerebbe il rischio di fuga dai depositi bancari in tempi turbolenti e potrebbe, anche in tempi più calmi, mettere in discussione la capacità delle banche di finanziarsi con depositi al dettaglio. Se una parte significativa dei depositi bancari da clientela si trasferisse sui conti della banca centrale, quest'ultima dovrebbe assumere anche una funzione di intermediazione "di primo livello", reimpiegando i fondi raccolti presso il sistema bancario e finanziario e svolgendo così una funzione direttamente allocativa del risparmio che non le è, oggi, propria³¹. Più in generale, non sarebbe facile gestire una situazione in cui la banca centrale è al tempo stesso concorrente (seppure *sui generis*), regolatrice e prestatrice di ultima istanza rispetto al sistema bancario.

Con tutto questo, la discussione è aperta. Alle criticità si potrà forse trovare rimedio³². Come lo è stato quello dal metallo alla carta, il passaggio dalla carta alla transazione elettronica è ineluttabile, anzi in larga misura è già compiuto. Le banche centrali dovranno continuare ad adattarsi, in modi oggi non del tutto prevedibili.

²⁹ K. S. Rogoff, *The Curse of Cash*, Princeton University Press, 2016. Non nascondiamo che questa posizione ci suona estrema; tra l'altro non vorremmo che in una società sottoposta alla regola di Rogoff la gente, per sfuggire allo "svilimento della moneta" imposto dal sovrano monetario seppure a fin di bene, tornasse a cercare rifugio nell'oro o in qualcosa di equivalente. – Al contrario in vari paesi, tra cui *in primis* la Germania, l'opinione pubblica è in maggioranza ferocemente contraria a limitazioni dell'uso del contante, sulla base di un percepito diritto "costituzionale" alla privacy. Sulle diverse posizioni sul tema cfr. Commissione europea (2018), "Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sulle restrizioni ai pagamenti in contanti", giugno. V. inoltre la nota seguente.

³⁰ Occorre anche sempre avere presente che solo una parte dell'umanità gode dei fragili benefici dello stato di diritto. Ciò che qui è inteso ad assicurare la legalità e la sicurezza, altrove può proteggere l'arbitrio, la discriminazione e la tirannia. Ogni decisione di portata globale dovrebbe tener conto in qualche modo di questo fatto.

³¹ Per mitigare i rischi di spiazzamento delle banche, si discute di introdurre un tetto pro-capite al possesso di CBDC e vincoli differenziati ("tiering") alla sua remunerazione. La proposta è articolata in U. Bindseil, "Tiered CBDC and the financial system", Banca centrale europea, Working Paper Series, n. 2351, gennaio 2020.

³² Una tra le possibilità da considerare è quella di aprire intanto la CBDC non ai pagamenti al dettaglio, ma solo ai pagamenti all'ingrosso di soggetti non bancari.